信用等级通知书

信评委函字[2017] G034-2 号

山西天然气有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“山西天然气有限公司公开发行2017年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AA**$^{+}$，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AA**$^{+}$。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年七月二十日

山西天然气有限公司
公开发行 2017 年公司债券信用评级报告

债券级别 AA+
主体级别 AA+
评级展望 稳定
发行主体 山西天然气有限公司
发行规模 不超过人民币6亿元
债券期限 本次债券期限为5年，第3年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率 本次债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。本次债券票面利率在存续期内前3年固定不变，在存续期的第3年末，发行人可选择调整票面利率，存续期后2年票面利率为本次债券存续前3年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在存续期后2年固定不变
偿还方式 采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

山西天然气	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	25.96	37.92	42.70	43.55
总资产（亿元）	141.95	172.61	214.63	233.89
总债务（亿元）	96.32	114.24	151.35	165.92
营业总收入（亿 ）	55.03	67.65	69.82	30.36
营业毛利率（%）	21.39	24.11	21.74	13.34
EBITDA（亿元）	10.02	13.69	12.34	-
所有者权益收益率（%）	17.07	14.62	8.59	7.18
资产负债率（%）	81.71	78.03	80.11	81.38
总债务/EBITDA（X）	9.61	8.34	12.27	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.81	2.15	1.82	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司 2017.Q1 所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“山西天然气有限公司公开发行 2017 年公司债券”的信用级别为 **AA+**，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体山西天然气有限公司（以下简称“山西天然气”或“公司”）主体信用级别为 **AA+**，评级展望为稳定。该级别反映了山西天然气偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司所处行业发展前景良好、在山西省相对垄断的行业地位、气源供应充足及气源结构多元化，加之管输能力持续提升、收入规模稳步增长等正面因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信证评关注到公司面临的一定的资本支出压力、负债水平较高及大规模管网转固对盈利水平的影响等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

正　面

- 政策持续推动，行业前景良好。我国大力推进能源结构调整，着力增加天然气等清洁能源消费比重，近年来山西省政府相应出台了一系列扶持政策，在天然气推广方面加大政策倾斜力度，为公司发展燃气业务提供了良好的外部环境。
- 区域垄断地位及规模优势显著。公司代表山西省政府进行统一的燃气管网建设及运营，承担山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务，近年来天然气供应量维持占省内供应总量的 95%，区域垄断优势明显。
- 管输能力持续提升，营业收入稳步增长。截至 2016 年末公司已建成总长 5,000 余公里燃气管网，覆盖全省 11 市 104 县（市、区），并形成 255 亿立方米/年的燃气管输能力，随着管输能力和燃气普及率的逐步提升，公司营收规模将实现进一步增长，业务前景向好。
- 气源供应充足且气源结构多元化。公司与国内

主要上游能源企业——中石油合作关系稳固，气源供应充足，同时山西省内丰富的低价煤层气资源为公司气源结构的多元化提供了有效支撑。

关 注

- 资本支出压力较大。管网建设、液化项目、煤层气热电联产项目、LNG 加气站四大工程板块全线推进使公司存在较大的资金需求，目前在建、拟建项目投资概算 75.04 亿元，截至 2017 年 3 月末已投资 28.79 亿元，后期还将面临较大的资本支出压力。
- 资产负债率较高。随着项目投融资的稳步推进，公司债务融资规模持续扩大，截至 2017 年 3 月末，资产负债率和资本化比率分别高达 81.38% 和 79.21%，财务结构稳健性有待改善。
- 输气管网转固对公司盈利水平的影响。2016 年公司约 44.97 亿元在建工程集中转固，当前尚有大规模输气管网已完工但未竣工决算，未来输气管网转固后利息支出将停止资本化，并开始计提折旧，公司销售费用和财务费用将随之增长，管网转固后对公司盈利水平的影响值得关注。

分 析 师

张晨奕 cyzhang@ccxr.com.cn

吴振华 zhhwu@ccxr.com.cn

Tel:（021）51019090

Fax:（021）51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 7 月 20 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概　况

发行主体概况

山西天然气有限公司（以下简称“山西天然气”或“公司”）成立于2003年4月10日，原名山西天然气股份有限公司，经山西省人民政府晋政函[2003]第63号文批准设立。公司初始注册资本5,500万元，系由山西省乡镇煤炭运销集团有限公司（2008 年更名为山西省国新能源发展集团有限公司，以下简称“国新集团”）、太原市宏展房地产开发有限公司（以下简称“宏展房产”）、山西田森集团物流配送有限公司（以下简称“田森物流”）、山西冶金物资总公司、山西百吉星经贸有限公司和山西天胜能源开发有限公司共同出资设立，出资比例分别为 36.37%、18.18%、18.18%、9.09%、9.09%和 9.09%。2004 年公司注册资本增至 15,000 万元，同时新增股东北京普舟文化传播有限公司及山西飞马投资有限公司。2007 年公司发生股权变更，注册资本保持 15,000 万元，股东变更为国新集团、宏展房产和田森物流三位法人，持股比例分别为51.00%、24.50%和 24.50%。2009 年及 2010 年经两次增资，公司注册资本增至 40,000 万元，股东及股权结构保持不变。

2013 年 6 月，公司股东国新集团、宏展房产及田森物流启动与上海联华合纤股份有限公司（以下简称“联华合纤”）重大资产重组工作。根据公司全部 3 名股东 7 月 2 日与联华合纤签署的《上海联华合纤股份有限公司发行股份购买资产协议》，经中国证券监督管理委员会证件许可字[2013]1545 号文批准，联华合纤以 8.89 元/股的价格，向公司全体 3 名股东发行股份 395,842,666 股，其中国新集团占此次发行后总股本的 35.86%，成为联华合纤的大股东，公司成为联华合纤的全资子公司。2014 年 1 月 12 日，联华合纤对公司增资 40,000 万元，公司注册资本增至 80,000 万元。7 月 11 日联华合纤领取了由山西省工商行政管理局颁发的《企业法人营业执照》，名称变更为山西省国新能源股份有限公司（以下简称“国新能源股份”），其 A 股股票简称变更为“国新能源”，股票代码仍为“600617”；B 股股票简称变更为“国新 B 股”，股票代码仍为“900913”。2015 年 6 月 12 日，公司注册资本由 8亿元增加到 10.7 亿元，由国新能源股份以货币资金方式增资 2.7 亿元。2015 年 12 月 4 日，国新能源股份出具 2015 年第 10 次股东决定，公司注册资本由 10.7 亿元增加到 20.20 亿元，由国新能源股份以货币资金方式增资 9.5 亿元。截至本评级报告出具日，公司注册资本及实收资本均为 20.20 亿元。山西省国有资产监督管理委员会全资控股国新集团，系公司实际控制人。

目前公司主要从事天然气管道建设及运营、天然气及煤层气销售等业务，2016 年燃气销售量为33.24 亿立方米。截至 2017 年 3 月末，公司共拥有21 个合并范围内的一级子公司。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额 214.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 42.70 亿元，资产负债率为 80.11%；2016 年公司实现营业总收入 69.82 亿元，净利润 3.67 亿元；经营活动净现金流为 2.76 亿元。

截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产总额 233.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 43.55 亿元，资产负债率为 80.11%；2017 年 1~3 月公司实现营业总收入 30.36 亿元，净利润 0.78 亿元；经营活动净现金流为 2.87 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	山西天然气有限公司公开发行 2017 年公司债券
发行总额	不超过人民币 6 亿元
债券期限	本次债券期限为 5 年，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率	本次债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。本次债券票面利率在存续期内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，发行人可选择调整票面利率，存续期后 2 年票面利率为本次债券存续前 3 年票面利率加发行人上调的基点（或减发行人下调的基点），在存续期后 2 年固定不变
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	扣除发行费用后，拟将全部用于补充营运资金、调整债务结构

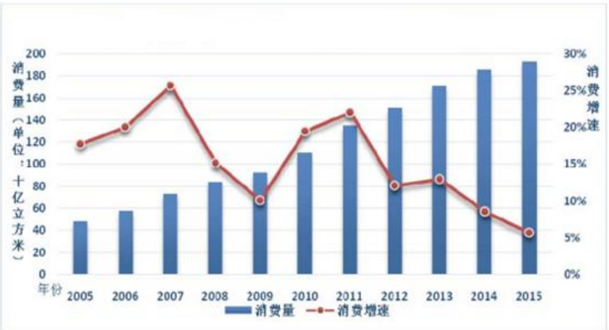
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

天然气需求情况

城市燃气是城市基础设施建设的重要组成部分之一，具有受国家政策严格管制、气源供应和输送干线专营、明显的地域特点等特征。近年来，随着我国城市化进程的推进，城镇人口数量持续增长对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深。目前，城市燃气中应用最广泛的是天然气，2014年我国城市天然气用气人口已超过总用气人口的50%，天然气在我国的应用逐渐走向成熟，消费量逐年快速增长。我国天然气消费量从2005年的483亿立方米大幅增长到2016年的2,058亿立方米，保持了稳定增长，但增速有所放缓。

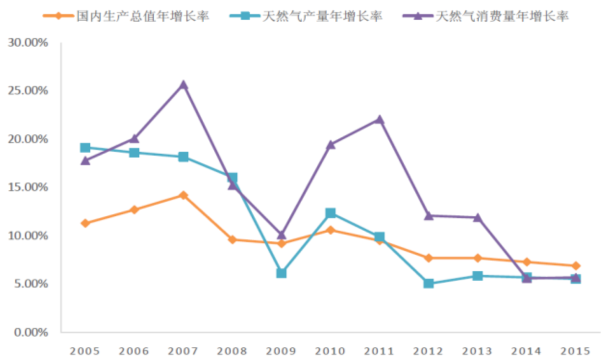
图 1：2005~2015 年我国天然气消费量及增速



资料来源：智研咨询，中诚信证评整理

近年来我国整体经济增速放缓，天然气下游消费市场需求增长动力不足；且在过去三年间，由于国际原油价格暴跌，天然气经济性降低，国内天然气需求增速放缓至个位数。从下图来看，近十年来我国天然气整体产销增长率变动趋势基本与经济发展状况相匹配，随着国民生产总值增速下滑持续波动下行。

图 2：2005~2015 年全国 GDP 增速、天然气产量增长率、天然气消费量增长率关系

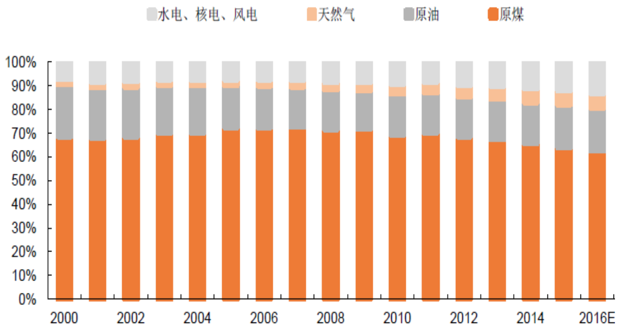


资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2016年全年我国天然气消费量2,058亿立方米，同比增长6.6%，增速较2015年增长约1个百分点；2017年1-5月全国天然气消费量967亿立方米，同比增长13.2%，2017年大幅增长主要由于实体经济景气度同比提升以及各地煤改气工程的推进。

按天然气消费结构来看，目前我国城市燃气占比26%，工业燃料占比32%，交通运输占比12%，天然气化工占比14%，天然气发电占比16%，城市燃气和工业燃料天然气需求的主要方向。天然气作为一种优质、高效、清洁的低碳能源，加快天然气产业发展、提高天然气在一次能源消费中的比重，对我国调整能源结构、促进节能减排等方面具有重要的战略意义。根据国家能源局、国务院发展研究中心和国土资源部联合发布的《中国天然气发展报告（2016）》，城镇燃气方面将稳步发展民用气，有序发展天然气采暖，以京津冀及周边地区、长三角、珠三角、东北等重点地区推进气化；工业燃料方面以“煤改气”方式进行能源结构调整，优化钢铁、冶金、建材、石化等耗能行业的燃料构成，改善城市中不同工业锅炉、窑炉的燃料构成；交通运输方面，未来天然气车船发展方向主要包括推广使用LNG载货汽车、城市公共交通行业“油改气”、水运行业“油改气”；天然气发电方面有序发展天然气调峰电站，因地制宜发展天然气热电联产，大力发展天然气分布式能源。

图 3：2000~2016 年我国能源消费比重情况



资料来源：平安证券，中诚信证评整理

我国一直在大力推进能源结构调整，着力增加非化石能源、天然气等清洁能源消费比重，确保我国能源安全。我国能源结构开始越来越多的从煤炭、石油转向天然气。2014年4月，国务院出台《关于建立保障天然气稳定供应长效机制的若干意见》，提出支持推进“煤改气”工程，到2020年累计

满足“煤改气”工程用气需求1,120亿立方米，煤改气工程所带来的天然气需求将占天然气总需求的20%以上，将是天然气重要的需求来源。2015年我国天然气消费占能源消费的比重达5.90%，《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》提出，到2020年天然气能源消费比重达到10%以上。《天然气发展十三五规划》提出了8.3%~10%的天然气在一次能源结构中的占比目标范围，意味着2020年中国天然气消费量可能超过3,700亿立方米，2017~2020年复合增长率将提速近19%。同时，从环保的角度来看，加快天然气等清洁能源的发展也势在必行，《国家应对气候变化规划（2014-2020年）》提出，到2020年天然气消费在一次能源消费的比重达到10%以上。2017年7月4日，发改委联合十部委对外发布《加快推进天然气利用的意见》的通知，将落实大气污染防治行动计划、加快提高清洁供暖比重，作为加快推进天然气利用的基本原则；将北方地区冬季清洁取暖、工业和民用“煤改气”等列为工作重点方向；明确将民用和工业燃料“煤改气”等纳入各级政府环保考核，此举有望较大程度的促进我国天然气行业的进一步发展。总体来看，在国家政策的大力推动下，我国天然气行业市场前景向好。

天然气供应情况

我国天然气生产由中石油、中石化和中海油（以下简称“三桶油”）等大型天然气勘探企业进行，行业壁垒极高。我国天然气气源主要来自于三大部分：一是国产常规天然气，包括陆上天然气、海上天然气和致密气；二是国产非常规天然气，包括煤层气、页岩气和煤制气，但目前我国煤层气、页岩气产量相对有限，距离大规模工业生产仍有一定距离；三是进口天然气，包括进口管道天然气和进口液化天然气（LNG）。其中，我国海气主要在南海海域，陆气主要集中在中西部的塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木盆地、准噶尔盆地，随着天然气管道建设的推进以及境外天然气资源的引进，我国已形成“西气东输、川气东送、海气登陆、就近供应”的供气格局。

从行业格局来看，上游天然气开采商及供应商基本被“三桶油”垄断；目前通常天然气生产企业直接参与中游管道输送；天然气运输的下游分销商主要是各个城市的燃气公司。城市管道燃气实行特许经营权政策，具有较强的区域的垄断性，具有较稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商将在竞争中得以保持相对优势的竞争地位。从输气管道来看，目前国内已建成的天然气输气管道包括西气东输一线、西气东输二线、川气东送管线、中缅管线、陕京一线、陕京二线、忠武线和涩宁兰管线等，上述输气管道的年输气能力已接近 1,500 亿立方米。2015 年 10 月 14 日，国家发改委正式核准中石化新疆煤制气外输管道工程（新粤浙管道）发改能源〔2015〕2295 号）。中石化新粤浙管道项目总长约 8,000 公里，包括一条干线、五条支线，年输气能力为 300 亿立方米，总投资 1,590 亿元，干线起点为新疆伊宁首站，终点为广东省韶关末站，途经 13 个省份，是目前国内最大核准的国家基干管道工程。

表 2：我国已建成的天然气输气管道

线路	主气源	主干线途径地区	设计输气能力（亿立方米/年）
西气东输一线	新疆塔里木盆地	新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、河南、安徽、江苏、上海、浙江	120
西气东输二线	新疆霍尔果斯口岸	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、广西	300
西气东输三线	新疆霍尔果斯口岸	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、福建	300
西气东输二线轮南支干线	新疆塔里木盆地	新疆、甘肃	120
涩宁兰	柴达木盆地	青海、甘肃、宁夏	20
中贵线	塔里木盆地	宁夏、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州	150
中缅管线	缅甸近海油气田	由中缅边境进入云南省	120
川气东送管线	四川普光气田	四川、重庆、湖北、安徽、浙江、江苏、上海	120
陕京一线	内蒙古长庆气田	陕西、山西、河北、北京	33
陕京二线	内蒙古长庆气田	陕西、山西、河北、北京	170
忠武线	四川盆地	重庆、湖北、湖南	30
合计	-	-	**1,483**

资料来源：中诚信证评根据公开资料整理

从目前我国的天然气供需情况来看，虽然我国

在上海、广东、福建等地新建了多个液化天然气（LNG）项目以缓解气量不足并调节供应峰谷，但仍不能满足需求。由于国内天然气产量并不能满足消费的需求，在进入天然气快速发展阶段后，供需矛盾主要依赖天然气进口缓解。2016 年，我国天然气产量 1,371 亿立方米，同比增长 1.50%；天然气进口量 721 亿立方米，同比增长 17.40%，进口端受国际气价下滑影响保持旺盛增长态势，当年对外依存度继续保持在 30%以上。

进口天然气方面，我国主要从中亚地区进口的管道天然气和从东南沿海地区进口的液化天然气（LNG），其中西气东输二、三线为中亚天然气输入国内的主要通道，设计输气能力合计 600 亿立方米/年。LNG 进口方面，我国的进口来源国有澳大利亚、印度尼西亚、也门、马来西亚和卡塔尔等，其中卡塔尔是我国 LNG 的主要进口国，占我国 LNG 进口总量的 50%~60%。

2014 年 5 月，根据《关于沿中俄东线管道自俄罗斯联邦向中华人民共和国供应天然气领域合作的备忘录》，中石油集团公司与俄天然气股份公司签署了企业间天然气购销合同；根据合同规定，从 2018 年起，俄罗斯开始通过中俄天然气管道东线向中国供气，输气量逐年增长，最终达到每年 380 亿立方米，累计合同期 30 年，合同的签订将一定程度缓解我国天然气的供应压力。此外，未来中俄的天然气贸易仍有进一步扩大的趋势，有利于丰富国内的天然气供应渠道、降低进口成本等。

总体来看，目前我国大多数地区天然气消费水平偏低，其中气源仍是制约国内天然气需求的主要因素。而随着西气东输、川气东送、中缅管线等在内的国家重点工程建成投产，我国天然气管网逐步完善，对外依存度有望降低，天然气利用水平将进一步提高。

竞争格局

燃气行业产业链已经形成了天然气生产/进口→长线运输→城市域网配送/分销三个环节。天然气生产/进口进入壁垒很高，当前我国天然气上游勘探开发和中游输配环节高度集中在中石油、中石化和中海油三大国有石油公司，三大公司国内天然气产量占全国产量的95%以上，进口的天然气约占全国总进口量的80%以上，供应量占国内天然气市场份额的90%左右，外资和民营资金少有参与；长线运输也基本由中石油、中石化及中海油垄断，部分生产或进口液化天然气企业利用公路运输，对管道燃气形成一定补充；城市域网配送与分销由政府授权，城市燃气运营商管道专营，属于市场放开的领域。

2002 年 12 月，国家建设部下发《关于加快市政公用行业市场化改革进程的意见》（以下简称“意见”），提出“鼓励社会资金、外国资本采取独资、合资、合作等多种形式，参与市政公用设施的建设，形成多元化的投资结构”，燃气行业市场化改革由此展开。新奥能源、百江燃气、中华煤气等民营资本和境外资本纷纷进入国内城市管道燃气市场。2007 年，中华煤气并购百江燃气，百江燃气更名为“港华燃气”，成为中华煤气在中国的重要投资平台。目前，我国城市燃气行业已经形成了跨区域经营管理的五大燃气集团，即拥有国资背景的华润燃气和昆仑燃气、代表民营资本的新奥能源、代表境外资本的中华燃气和中国燃气。同时，北京燃气、上海燃气、深圳燃气等区域性燃气企业快速发展，并逐渐向周边地区辐射。近年来，随着城市管道燃气的不断推广，各大燃气集团加速扩张，开始在三、四城市乡镇展开获取特许经营权竞争，竞争较为激烈。随着燃气企业的相互兼并及收购，未来城市燃气行业将向高度集中迈进。

行业关注

目前我国天然气产量相对不足，天然气供应对外依存度较高，国内天然气行业快速发展受到一定的制约

随着我国经济的持续增长，目前国内能源消费总量已位居世界第一。与此同时，随着能源市场规模逐渐扩大，也带来了一系列的问题，比如能源结构不合理、环境恶化和能耗过高等。2000 年以后，我国政府将能源的稳定、经济、清洁、安全提升到战略地位；进入“十二五”后，我国更是将新能源、节能环保等产业作为战略性新兴产业加以鼓励和扶持。

目前我国在加大常规天然气勘探、非常规天然气开发方面持续投入，同时保持较大规模的天然气管道建设，已初步形成了“西气东输、海气登陆、就近供应”的供气格局。目前，国内仍坚持“气多油少”的发展规律，天然气管道增量较大，主要建成的天然气管道包括哈尔滨一沈阳输气管道长春至沈阳段，江津一纳溪集输气管道，太原一长治、黎城一沙河煤层气管道，华县一潼关工业园输气管道，中贵（中卫一贵阳）线陇西支线、马坊分输站一永川工业园区供气支线，遵义一高坪支线，港清（大港一永清）三线霸州分输站至大港末站段，甬台温（宁波一台州一温州）输气管道工程宁海分输站以北段，山东管网青岛－威海段，雅安供气管道，昌图一通辽天然气管道，长宁一威远页岩气示范区外输管道，涪陵一王场页岩气外输管道，山东液化天然气外输管道，济南一青岛输气管道二线，冀中十县高压长输管道安平一饶阳段，广西管网平果支线，潍坊一东营管道，气化邯郸工程一期工程（南乐一肥乡），大牛地一东胜气田等。截至 2015 年末，我国天然气管道长度 7.2 万公里，管网建设不断完善。

近年来我国天然气需求量持续增长，但与此同时国内天然气产量增速相对落后于需求涨幅，供需存在一定的缺口，同时受季节性用气不均衡、储气库工作气量不足等因素影响，我国天然气供应面临淡季被迫压产、冬季调峰保供等矛盾，造成短期内天然气供应对外依存度提高。2014~2016 年我国天然气对外依存度分别为 32.20%、32.70%和 33.70%，一定程度上制约了我国天然气行业的发展。

整体来看，天然气正逐步成为我国能源消费的重要构成之一，天然气产量持续增长、管网建设不断完善，但短期内国内天然气供应仍难以满足自身市场需求，对天然气行业的快速发展造成一定的影响。

天然气价格改革进一步深化，天然气市场竞争将逐步增强

我国原油的天然气定价机制采取行政定价为主的成本加成法，无法反映资源的稀缺性、从而正确传导价格信号和配置资源。2013 年 6 月国家发改委发布《国家发展改革委员会关于调整天然气价格的通知》，明确了天然气价格调整的基本思路和适用范围。将天然气价格管理由出厂环节调节转移至门站环节，通过将管道天然气价格与替代能源（燃料油和液化石油气）价格挂钩，实行政府指导的最高上限价格管理，推行“存量气+增量气”门站价调整方案。随后陆续开始调价，气源地调价幅度较小，非气源地调价幅度则接近规定的调价上线。同时，为理顺上下游气价关系，部分省份主动调高气价和推进居民阶梯气价改革。2015 年 2 月 28 日，国家发改委正式宣布，自本年度 4 月 1 日起我国天然气价格正式并轨，各省增量气最高门站价格每立方米下降 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米上调 0.04 元；同时，2015 年我国还将全面建立居民用气阶梯价格制度。2015 年 7 月 1 日，上海石油天然气交易中心正式投入运行，将主要开展天然气、非常规天然气、液化石油气、石油等能源品种的现货交易，以扩大我国在全球天然气市场的话语权及提升影响力。2015 年 11 月 18 日，国家发改委发出通知，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》（中发[2015]28 号），经国务院批准，决定自 2015 年 11 月 20 日起降低非居民用天然气门站价格，并进一步提高天然气价格市场化程度。通知决定，将非居民用气最高门站价格每千立方米降低 700 元，并由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。方案实施时门站价格暂不上浮，自 2016 年 11 月 20 日起允许上浮。此次国家发改委的调价是真正意义上对我国非居民天然气门站价格的首次下调，旨在刺激我国天然气市场消费，将明显改善当前我国天然气需求不振的现状。2016 年 10 月 12 日，国家发改委印发《天然气管道运输价格管理办法（试行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》（以下简称“《办法》”），旨在放开气源和销售价格由市场形成，政府只对属于网络型自然垄断环节的管网输配价格进行监管。两个《办法》的实施将有效推动天然气价格市场改革。天然气管道每一个入口到出口的运输价格清晰

明了，有利于天然气气源回归商品属性，促进气气竞争，进而实现气源和销售价格市场化的改革目标。2017年发改委将全面启动管道运输企业定价成本监审工作，制定和调整天然气管道运输价格。同时督促地方加强输配价格监管，合理制定和调整地方天然气管网输配价格。

从天然气价格改革的走向来看，如何使市场化的门站价格与终端用户价格市场化联动，是进一步推进天然气价格改革的重要环节。随着天然气价格机制改革逐步深化，市场化的价格机制将反向促成天然气供应及销售服务市场的竞争程度，提高天然气行业整体的运行效率，打造良好的行业发展环境。同时，考虑到我国天然气消费在全球所占的比重，市场化的价格机制将有利于扩大我国在全球天然气市场的话语权及提升影响力。

竞争实力

公司代表山西省政府进行统一的燃气管网建设及运营，其天然气业务具有明显的区域垄断地位和规模优势，同时可获得较为充分的政策支持

天然气行业属于易燃、易爆特种行业，山西省按照全省统一规划、统一建设、统一管理的“三统一”原则，对其实行严格的管理。2012年山西省政府发布《关于加强全省天然气行业管理有关问题的通知》（晋政函[2012]123号），要求山西省建设及与山西省外合作建设的天然气管道，应由公司代表山西省政府进行统一的建设运营，并授权公司山西省内天然气项目的专营权。此后政策一度放宽，部分地方性政府平台开始参与天然气管道的建设运营，但整体规模均较小。由于同业竞争及管理不善带来不良影响，山西省政府最终决定限制天然气项目权限，并统一整合资产，坚定了公司作为省内天然气长输管道建设及运营的主体地位。

以上政策为公司在天然气建设经营领域树立行业专营地位奠定了基础。目前公司代表山西省政府进行统一的燃气管网建设和运营，负责全省长输管网的规划建设和经营管理，担负着山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务，近三年来天然气供应量约占省内供应总量的95%，在区域内处于绝对的主导地位。截至2016年末，公司已建成并运营的天然气长输管道累计约5,000余公里，已覆盖全省11市104县（市、区），公司及其子公司、合营公司、联营公司在山西省内55个县（市、区）经营天然气城市管网业务，已形成255亿立方米/年的供气能力。总体来看，公司天然气业务具有明显的区域垄断地位和规模优势。

区域行业政策支持方面，山西省政府在天然气推广方面加大了政策倾斜力度，根据《山西省发展和改革委员会关于进一步推进天然气利用工作的通知》，山西省将努力扩大天然气利用领域，规定在新上的项目中，具备使用天然气条件的项目必须使用天然气，并提出“谁用气支持谁，谁多用气优惠谁”的工作思路；全力推进天然气置换焦炉煤气的工作，不再审批以供气为目的的焦化项目，并限期淘汰城市供气焦炉，要求天然气置换应以每年不低于30%的速度进行，加快置换步伐；根据污染物排放总量控制指标，按照供气管网建设布局和经济社会发展水平，依法划定无燃煤区，有步骤地实施燃煤改烧天然气的替代工作；积极有序推进加气站建设和天然气汽车改装工作，采取措施加快天然气汽车的推广步伐。为加快推进山西省新能源汽车产业发展，2014年11月，山西省出台了《山西省加快推进新能源汽车产业发展和推广应用的若干政策措施》，该《措施》规定适度超前推进天然气加注站建设，制定燃气加气站专项建设规划；新能源汽车还将在税费方面享有优惠，2015~2017年，对标注的燃气重卡和甲醇重卡汽车，在山西省境内减半征收高速公路通行费，同时对使用燃气等新能源汽车的消费者降低购车成本。国土资源部于2016年发布了《关于委托山西省国土资源厅在山西省行政区域内实施部分煤层气勘查开采审批登记的决定》，这标志着原由国土资源部审批登记的部分煤层气矿业权正式由山西国土资源厅实施受理与审批，这为公司未来建设自有气源（煤层气）产业链提供了便利。以上政策为公司未来的业务发展带来良好的契机。

公司与国内主要上游能源企业——中石油合作关系稳固，气源供应充足，同时山西省内丰富的煤层气资源为公司气源结构的多元化提供了有效支撑

山西省拥有五大国家基干管道过境，公司天然气采购主要依托国家天然气干线陕京一线、陕京二线、陕京三线、西气东输二线、榆济线等，天然气供应商为中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）。公司与中石油于 2003 年签订了照付不议天然气买卖与输送合同，期限为2005~2025年，每年按照上年供气量签订下年度《天然气供应量确认书》，天然气采购价格由国家发改委制定，公司每周对上游结算数字核对后进行付款。公司与上游主要供应商合作关系稳固，气源供应充足。

同时山西省凭借优越的地理位置，区域内煤层气资源丰富，公司已与山西省内主要煤层气生产企业（如晋煤集团、中石油煤层气有限责任公司、中石油华北油田分公司等）达成气源供应协议，所建设管道业已覆盖省内主要煤层气气源地。此外为提高自身供气能力，公司还将页岩气、煤制气等非常规天然气作为气源补充，但受制于输送压力及气源组份构成等原因，非常规天然气尚未进行大规模开发。

目前公司已建立了以中石油陕京线、西气东输管道为主气源，煤层气为补充气源的供气格局，有效改善了公司单一的气源结构，为公司气源结构多元化提供了有利条件。

公司天然气管网建设和城市燃气运营的主营业务格局较突出，随着管输能力的持续提升，业务收入稳步增长

公司作为山西省内天然气长输管道建设及运营的主体，同时为提供公共产品的国有控股企业，区域产业地位稳固。同时，随着长输管道的建设和完善、城市燃气客户的不断发展以及加气站点的增多，公司产业链持续下沉，保证了业务延续稳定发展。2014~2016 年公司实现营业总收入 55.03 亿元、67.65 亿元和 69.82 亿元，三年收入复合增长率为 12.64%。同时，随着 2016 年管输能力进一步提升至 255 亿立方米/年，新增产能释放将推动收入水平的再次提升。公司 2017 年一季度已实现营业收入 30.36 亿元，同比增长 33.27%，业务总体呈现良好的发展趋势。

业务运营

目前公司主要从事天然气、煤层气等燃气的销售以及长输管道建设运营，2014~2016 年及 2017 年 1~3 月收入中燃气销售占比分别为 96.78%、97.36%、97.16%和 98.93%，以燃气销售的主营业务格局比较突出。公司其他业务收入主要是接驳收入，即燃气用户开通燃气使用缴纳的开通费收入，收入占比相对较小。

表3：2014～2017.Q1公司收入结构

单位：万元、%

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
天然气、煤层气等	532,548.33	96.78	658,685.37	97.36	678,390.37	97.16	300,318.26	98.93
其他业务	17,737.75	3.22	17,834.42	2.64	19,818.41	2.84	3,232.93	1.07
合计	**550,286.08**	**100.00**	**676,519.79**	**100.00**	**698,208.78**	**100.00**	**303,551.19**	**100.00**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

管网建设

公司代表山西省政府进行统一的燃气管网建设和运营，负责全省长输管网的规划建设和经营管理，担负山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务。截至 2016 年末，公司已累计投资约 130 余亿元，建成北起大同、南至运城、贯通全省南北、沟通国家级气源的省级天然气管网 5,000 余公里，管输能力 255 亿立方米/年，实现了国家级气源在省内的联通，山西省天然气管网架构已基本形成，为全省最终形成“五横三纵”的天然气管网布局奠定了基础。

表 4：2014~2017.Q1 公司管网建设情况

	2014	2015	2016	2017.Q1
管网长度（公里）	4,000	4,000	5,000	5,000
管输能力（亿立方米/年）	200	200	255	255

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：因公司修正统计数据，2015 年管输能力修正为 200 亿立方米/年

公司管网建设的前期投资金额大，项目投资回收期长，但受益于行业的公共服务性质和自然垄断属性，长输管道的建设可有效占领市场。山西省共有 11 市 119 县（市、区），截至 2016 年末，公司省内天然气管网已覆盖 11 市 104 县（市、区），其天然气供应量约占省内供应总量的 95%，区域垄断优势较为明显。

采购

天然气采购方面，公司与中石油签订了照付不议天然气买卖与输送合同，期限为 2005-2025 年，双方合作关系较为稳固，2016 年向其采购天然气及煤层气占当年采购总量的 81.91%，良好的供应渠道保证了气源的稳定性。公司每年按照上年供气量签订下年度《天然气供应量确认书》，细分到每个季度、每周，具体采购时需每日上报次日采购量，并以到站气量来计量。燃气采购定价方面，公司天然气采购价格由国家发改委制定，煤层气采购价格与中石油协商确定，每周对上游结算数字核对后进行付款。此前，燃气在管输过程中的定额损耗（约为输气量的千分之二）均由中石油自身承担，2015 年其与公司签订协议确定转为由公司承担该部分损耗。公司主要通过将该部分损耗成本上报省物价局，通过调整管输价方式向下游传导，因此对自身利润空间的影响较小。

此外，鉴于山西省煤层气资源丰富，为有效改善单一的气源结构，公司额外采购部分煤层气以弥补天然气的供气缺口。公司与山西省内主要煤层气生产企业（如晋煤集团、中石油煤层气有限责任公司、中石油华北油田分公司等）达成气源供应协议，且所建设管道已覆盖省内主要煤层气气源地。

表 5：2016 年公司前五名燃气供应商

公司名称	供气种类	占当年公司采购总量比例
中国石油天然气股份有限公司华北天然气销售分公司	天然气	49.39%
中石油煤层气有限责任公司	煤层气	22.42%
中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司	天然气	10.10%
山西燃气产业集团有限公司	煤层气	8.11%
新奥能源贸易有限公司	LNG	3.22%
合计	-	93.24%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司已形成天然气为主、煤层气为辅的供气格局。为提高供气能力，公司还将页岩气、煤制气等非常规天然气作为气源补充。随着业务的扩大，公司燃气采购量持续增加，2014~2016 年采购量分别为 25.02 亿立方米、29.50 亿立方米和 33.24 亿立方米。其中，公司天然气及煤层气集中向中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）下属公司采购，2016 年向其采购天然气及煤层气占全年总采购量的 81.91%，采购集中度较高。从采购均价来看，2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月公司燃气采购均价（含税）分别为 1.91 元/立方米、1.93 元/立方米、1.83 元/立方米和 2.12 元/立方米。其中，2016 年公司采购均价受发改委下调非居民用燃气价格影响有所下降。2017 年公司燃气采购价格（含税）大幅上涨，其主要原因包括中石油上浮燃气价格，以及当年公司向关联方山西燃气产业集团有限公司采购燃气价格较高所致。公司 2017 年一季度燃气销售均价（含税）涨幅远低于采购均价（含税）涨幅，其原因主要在于公司日均采购中石油居民气量为固定量，冬季为供暖旺季，居民用燃气需求大幅增加，公司为保证供气将部分采购的非居民用燃气供应给居民客户（非居民用燃气采购价格高于居民用燃气采购价格），购销价格的不对称压缩了一季度的获利空间。另外，公司为鼓励部分下游优质用户用气，在合理范围内对其价格进行了让利优惠，也一定程度使得公司 2017 年一季度燃气销售

均价（含税）涨幅低于采购均价（含税）涨幅。每年二、三季度为用气量低谷期，目前公司通过将部分采购的居民用燃气销售至非居民客户，以改善获利能力，中诚信证评将持续对公司未来获利能力的表现予以关注。

表 6：2014~2017.Q1 公司燃气采购情况

	2014	2015	2016	2017.Q1
燃气采购量（亿立方米）	25.02	29.50	33.24	14.04
含税燃气平均采购价（元/立方米）	1.91	1.93	1.83	2.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：燃气含天然气和煤层气；平均采购价格含出厂价和管输费

销售

公司作为天然气长输管道省属运营商，客户以省内的城市燃气运营商为主，多为联营和合营的燃气销售公司，终端直供客户相对较少。2016 年，公司对前五大客户销售占比为 55.15%，其中对关联方太原燃气集团有限公司销售占当年营业收入的 20.66%，双方以市场价结算。

表 7：2016 年公司前五大销售客户

客户名称	公司持股比例（%）	占营业总收入比例（%）
太原燃气集团有限公司	50	20.66
华能太原东山燃机热电有限责任公司	0	15.31
山西燃气产业集团有限公司	0	8.41
原平市天然气有限责任公司	0	7.30
国网山西省电力公司	0	3.47
合计	-	55.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在经营前期，为了迅速抢占市场，公司主要通过以下两种方式进入城市燃气运营市场：一是在省内经济发达的重点城市设立燃气公司，并加强与当地政府合作，提高管网覆盖率，引导当地企业使用天然气，培育潜在市场；二是着力推进与天然气城市管网运营商的合作步伐，后者长期以来形成了成熟的销售渠道，与之合作可在较短的期限内快速发展公司业务。截至 2016 年末，公司及子公司、合营公司和联营公司在山西省内 55 个县（市、区）经营天然气分销业务，并取得了上述地区的特许经营权。此外，随着区域市场占有率的不断提高和稳固，公司逐步下沉产业链，大力开发终端直供渠道，追求新的利润增长点。2014~2016 年，公司燃气销量分别为 24.93 亿立方米、29.42 亿立方米和 33.24 亿立方米，复合增长率为 18.35%；2017 年 1~3 月销售燃气 14.04 亿立方米。随着管网建设长度的增加，公司业务覆盖区域扩大，且受益于区域经济和城镇化的不断发展以及燃气普及率的逐步提高，公司燃气销售量不断增加。

表 8：2014 年~2017.Q1 公司燃气销售情况

	2014	2015	2016	2017.Q1
燃气销售量（亿立方米）	24.93	29.42	33.24	14.04
含税燃气平均销售价（元/立方米）	2.41	2.53	2.31	2.42

注：燃气含天然气和煤层气；平均销售价格包括门站售价和管道运输价两部分。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

国内天然气的出厂基准价和管道运输价由国家发改委制定，终端销售价格遵循当地物价局的政府指导价，因此公司对下游客户的销售价格实行非市场化定价机制。公司燃气销售均价包含门站售价和管输价两部分，其中居民用天然气门站价由国家发改委统一制定，非居民用天然气门站价不得高于省物价局提出的最高指导价（由省物价局根据国家发改委文件确定），因此公司非居民用天然气业务具有一定的议价空间；管输价由省物价局根据公司每年上报的各类成本核算确定。2014~2016 年公司燃气销售均价分别为 2.41 元/立方米、2.53 元/立方米和 2.31 元/立方米。2014 年 8 月，根据《国家发改委关于调整非居民用存量天然气价格的通知》（发改价格[2014]1835 号），非居民用存量气门站价格适当提高，居民用气门站价格不作调整。受工业用气体量庞大影响，该调价政策的实施使得公司 2014 和 2015 两年燃气销售均价有所提升。但国家为了推广天然气的普及，在经济环境不佳背景下为企业减负，加之受国际石油价格大幅下跌等因素影响，2015 年发改委两次发文，以下调天然气售价为主基调。2015 年 2 月 28 日，国家发改委下发《关于调整非居民用存量天然气价格的通知》，决定自 4 月 1 日采暖基本结束后将存量气和增量气门站价格并轨，增量气每立方米下降 0.44 元；存量气每立方米上调 0.04 元。2015 年 11 月，根据《国家发展改革委关于降低非居民用天然气门站价格并进一

步推进价格市场化改革的通知》（发改价格[2015]2688 号），山西省物价局颁布晋价商字[2015]305 号文件，降低山西省非居民用天然气门站价格 0.70 元/立方米。由于 2015 年首次调价主要下调增量气售价，并小幅上调存量气价格，对当年公司燃气销售均价的影响较小；11 月发改委大幅下调非居民用天然气门站价格，大幅拉低了燃气的平均售价，2016 年公司燃气销售均价为 2.31 元/立方米。尽管 2015 年发改委大幅下调天然气售价，但调价采取的是购销同步调价政策，即公司天然气门站采购价格与门站销售价格实行同步下调，因此对盈利造成的影响较小，同时有助于进一步刺激区域非居民用户天然气消费力的提升，非居民用天然气销量有望增长。2016 年 10 月 12 日，国家发改委印发两个《办法》，意在进一步推动天然气价格市场化改革，但短期内推行难度较大。公司目前仍根据发改委通知调价，后期将结合自身实际情况，逐步实施新规，中诚信证评将持续关注新价格机制的逐步形成对公司未来经营的影响。

从省内燃气终端消费结构来看，工商业用户燃气使用量依然占据绝对主导地位。公司燃气终端消费客户主要集中于电解铝行业、玻璃制造业和化工行业等，值得注意的是，当前国内宏观经济景气度欠佳，受产能过剩影响，有色金属和化工行业板块运营压力加大，将负面影响燃气的消费能力。

在建及拟建项目

目前山西省内燃气管网的主干网已基本投资完毕，燃气基础设施建设逐步完善，公司管网投资主要集中于局部地区。

从长期战略发展来看，公司规划打造长输管道、城市燃气、液化工厂、燃气电厂、LNG 加气站建设运营等五个专业化板块，推进全产业链发展。短期来看，公司当前致力于继续完善山西省内的燃气管网系统，丰富省内加气站布点，保持自身在区域燃气输送行业内的垄断地位。目前，公司在建拟建项目集中于管网建设、液化项目、煤层气热电联产项目、LNG 加气站四大工程板块。从以上项目投资规划来看，公司主要在建、拟建项目投资概算 75.04 亿元，截至 2017 年 3 月末已投资 28.79 亿元，后期还将面临较大的资本支出压力。

总体来看，随着管网等基础资产建设的不断完善，以及未来产业链的全线推进，公司业务发展前景向好，同时业务结构有望得到进一步改善，综合竞争实力将得到提升。但中诚信证评也关注到，公司未来投资规模仍旧较大，资本性支出将持续增加。中诚信证评将关注公司未来资本支出压力，以及较高的融资需求对资本结构产生的影响。

表 9：截至 2017 年 3 月末公司主要在建及拟建项目情况

单位：万元

项目名称	投资概算	2017 年 3 月末已投资	未来投资计划		
			2017 年 4~12 月	2018	2019
在建项目：					
管网工程：					
清徐应急联络线	7,400.00	3,864.25	2,055.75	740.00	740.00
怀仁-左云-右玉管线	19,537.84	12,266.86	3,363.41	1,953.78	1,953.79
右玉-平鲁（七墩）输气管道工程	14,833.40	6,921.24	4,918.76	1,483.00	1,510.40
榆次-清徐输气管道项目	37,774.00	18,233.00	11,986.00	3,777.00	3,778.00
端氏-长子管线项目	34,626.00	9,276.59	16,534.52	1,600.00	-
太原-清徐输气管道工程	32,679.00	14,470.00	11,673.00	3,268.00	3,268.00
段纯-回龙输气管道工程	4,026.00	660.00	2,560.80	402.60	402.60
临汾应急联络线	7,900.00	265.18	6,054.82	790.00	790.00
段纯-温泉乡输气管道工程	8,558.00	4.30	6,842.10	855.80	855.80
回龙-汾西输气管道工程	9,187.00	2.80	7,346.80	918.70	918.70
小计	**176,521.24**	**65,964.22**	**73,335.96**	**15,788.88**	**14,217.29**

液化项目：					
霍州液化天然气调峰储气设施项目	13,095.78	28,877.07	-	-	-
众能液化工厂项目	40,343.04	48,286.85	-	-	-
平遥 30*104Nm3/d 万天然气液化装置工程	21,171.53	38,383.80	-	-	-
大同液化调峰储备集散中心项目	49,513.00	7,156.00	22,672.99	9,902.60	9,781.41
临汾液化调峰储备集散中心项目	46,419.00	7,347.00	23,687.88	9,283.80	6,100.32
祁县液化调峰储备集散中心项目	78,677.87	12,899.00	35,834.98	15,735.57	14,208.32
小计	**249,220.22**	**142,949.72**	**82,195.85**	**34,921.97**	**30,090.05**
煤层气热电联产项目：					
昔阳煤层气热电联产	81,742.00	7,156.00	56,127.82	9,429.52	9,028.66
保德煤层气热电联产	78,493.21	5,567.00	60,147.28	9,886.57	2,892.36
小计	**160,235.21**	**12,723.00**	**116,275.10**	**19,316.09**	**11,921.02**
拟建项目：					
管网工程：					
长输管网	10,000.00	-	-	-	-
小计	**10,000.00**	-	-	-	-
LNG 加气站及 LNG 液化工厂：					
加气站	154,430.00	66,293.00	41,808.00	30,886.00	15,443.00
小计	**154,430.00**	**66,293.00**	**41,808.00**	**30,886.00**	**15,443.00**
合计	**750,406.67**	**287,929.94**	**313,614.91**	**100,912.94**	**71,671.36**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：公司部分在建工程实际投资额超出投资概算，部分在建工程实际投资额低于投资概算；部分在建项目已完工未竣工决算。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》制定公司章程，并通过制定相关的配套制度，规范公司治理架构，不断完善公司法人治理结构。公司为一人有限公司，不设立股东会及监事会。公司董事会作为公司的权力机构和经营决策机构，由 5 人组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事由股东委任，每届任期三年。公司设 1 名监事履行检查及监督职能，在监事出任人方面，如监事系非职工代表出任，由股东委派或更换；职工代表出任，则由公司职工通过职工代表大会民主选举产生或更换。公司经理层设总经理 1 名，财务总监 1 名，副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘，负责公司的日常经营管理工作，对内部控制制度的制定和有效执行负责，通过指挥、协调、管理、监督各控股子公司和职能部门行使经营管理权力。

内部管理

为适应国有资产管理体制改革、国有产权制度改革和国有企业改革，进一步加强国有资产管理，依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规、规定和公司章程，公司制定并不断完善了一系列的内部控制制度。

在对子公司资产、人员、财务的管理方面，公司按子公司章程或有关合同、协议规定向子公司委派或推荐董事、监事、高级管理人员和财务负责人，并按照"授权到位、责任到位、考核到位"的原则，建立完善对子公司、子公司高级管理人员的考核机制，实现责权利统一，同时按照《子公司机构设置指引》和《山西天然气招聘管理办法》的要求对子公司中层管理人员的任命和变动，以及员工录用实施管理。同时，公司财务管理部对子公司财务报告相关的活动实施管理控制，指导、监督、检查子公司财务管理相关工作。

在生产经营管理方面，公司的各项经营活动必须遵守国家各项法律、法规和政策，子公司的经营

及发展规划必须服从和服务于公司的发展战略和总体规划，在公司发展规划框架下，细化和完善自身规划。各子公司应按照公司各项管理制度的要求，建立健全各项管理制度，明确企业内部各管理和经营部门的职责，并将管理制度报公司备案。同时，公司制定有《关联交易管理办法》及《对外投资管理制度》等其他内部管理制度，规范及履行相应的审批、报告义务，加强内部决策程序和管理制度建设。

在安全管理及突发事件应急管理方面，公司制定有安全生产规章制度、操作规程和生产安全事故应急救援预案，并通过督促落实重大危险源的安全管理措施；组织或者参与应急救援演练；每季度组织召开公司安全生产例会等常态化措施，开展安全生产管理。同时，公司制定了《山西天然气有限公司突发事件处理应急制度（临时）》，明确规定了突发事件的范畴、适用范围、种类，以及面对突发事件管理层的应急体系，并制定了相关应急预防措施，并以此建设并完善自身的应急管理工作机制。

在对外担保及投融资管理方面，公司执行山西省人民政府国有资产监督管理委员会印发的晋国资法规[2007]9 号文件——《山西省省属企业担保管理暂行办法》的规定，并按照审批权限对投融资实施管理，其中公司董事会有权对超过公司净资产1%的投融资项目进行审批；经公司董事会授权，经营班子有权对公司净资产 1%以下的投融资项目进行审批。

总体看，公司从制度层面规范了公司治理结构、重大决策管理、基础管理和审计监督等事项，其较为全面的各项规章制度，完善的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

公司根据目前山西省燃气行业状况以及自身特定情况，在经营管理方面建立了横向和纵向发展规划。其中，公司横向采取建设多元化供应格局的发展战略，一方面与中石油、中石化等天然气（煤层气）主要气源供应商密切合作保证气源供应，并且积极探索陕蒙地区及海外 LNG 资源引入途径；另一方面对于自有气源如煤层气、页岩气及焦炉煤气制天然气的开发力度不断加强，以此形成多元化灵活供应格局，满足公司天然气业务的发展要求。纵向发展打造上下游一体化的产业链，公司积极介入上游气源的勘探开发与深加工，下游走专业化分工的道路，打造长输管道、城市燃气、液化工厂、燃气电厂、LNG 加气站建设运营等五个专业化板块，建成上下游一体化的燃气业务全产业链。此外，公司围绕太原调控中心和阳泉备控中心实施信息化建设和应用，同时划分管道业务、非管道业务、科技研发与应用创新三大应用体系，并增强云计算、物联网、大数据、北斗应用和信息安全，以此推动业务的全面发展。

总体看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016 年财务报告以及 2017 年一季度未经审计的财务报表。

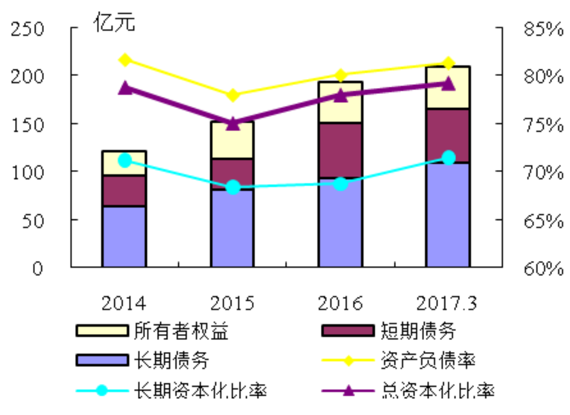
资本结构

公司作为山西省主要的天然气长输管网建设和经营者，持续投入管网等项目的建设使得总资产较快增长。2014~2017 年 3 月末，公司资产总额分别为 141.95 亿元、172.61 亿元、214.63 亿元和 233.89 亿元。资产构成方面，公司的行业特性决定了其重资产的资产结构。2014~2016 年及 2017 年 3 月末公司非流动资产分别为 116.95 亿元、140.76 亿元、176.83 亿元和 186.38 亿元，占总资产的比例分别为 82.39%、81.55%、82.39%和 79.69%。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，截至 2016 年末，固定资产为 105.71 亿元，同比增长 60.73%；在建工程为 38.70 亿元，当年转入固定资产 44.97 亿元；截至 2017 年 3 月末，公司固定资产和在建工程分别为 106.94 亿元和 45.51 亿元。其中，固定资产主要为管网及场站设备，随着工程项目的推进，公司固定资产规模将不断扩大。公司在建工程

中尚有大规模输气管网已完工并投入使用，但尚未竣工决算，因此未转固，使得公司成本未能完全归结，对盈利产生一定影响。2014~2016 年及 2017 年 3 月末，公司流动资产占资产总额的比重分别为 17.61%、18.45%、17.61%和 20.31%，主要由货币资金、应收账款及其他应收款构成。其中，2016 年末公司货币资金中 1.76 亿元为保证金，其余 19.79 亿元货币资金流动性不受限制；年末应收账款中前五大客户欠款占比合计 62.59%，且以关联方太原燃气集团有限公司欠款为主，同时公司严格按账龄计提应收账款坏账准备，应收账款回收风险相对较小；其他应收款中关联方往来款、融资租赁保证金和项目保证金占比分别约为 36%、63%和 1%，回收风险基本可控。总体来看，公司以非流动资产为主资产结构，使得资产流动性表现相对较弱，但整体质量较好。

权益方面，2014 和 2015 年两年，股东国新能源股份先后向公司增资 4 亿元和 12.20 亿元，公司实收资本扩大至 20.20 亿元。同时，公司逐步留存收益，净资产规模持续增长，2014~2016 年及 2017 年 3 月末净资产分别为 25.96 亿元、37.92 亿元、42.70 亿元和 43.55 亿元。

图 4：2014～2017.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

负债方面，2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司负债总额分别为 115.98 亿元、134.70 亿元、171.93 亿元和 190.34 亿元。随着公司项目投资的加大，其对债务融资的需求增加，负债规模呈持续上升趋势，同时投资回收周期较长，财务杠杆比例一直处于较高水平。同期，公司资产负债率分别为 81.71%、78.03%、80.11%和 81.38%；总资本化比率分别为 78.77%、75.08%、78.00%和 79.21%，与同业上市公司相比，其负债率处于较高水平。

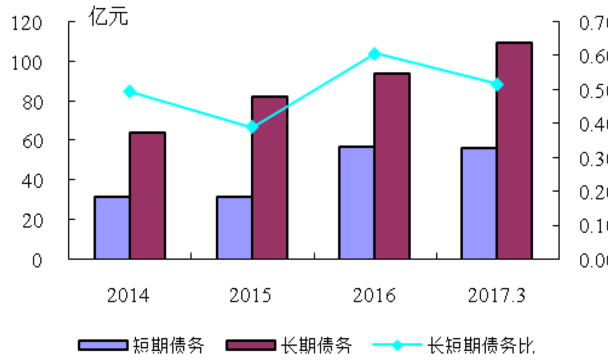
表 10：燃气行业上市公司 2016 年末财务指标对比

公司	资产总计（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）
山西天然气	**214.63**	**80.11**	**78.00**
深圳燃气	172.43	53.26	37.89
陕天然气	103.57	47.16	34.12
长春燃气	51.29	68.16	54.08

资料来源：上市公司审计报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，公司债务以长期债务为主，2014~2016 年末长短期债务比分别为 0.50 倍、0.39 倍和 0.61 倍。由于 2015 年公司长期借款大幅增加，使得当年长短期债务比有所下降。2016 年公司成功发行 10 亿元公司债券使得应付债券规模增长，但当年新增短期借款及部分一年内到期的长期借款转入短期债务使得公司长短期债务比仍有所提升。截至 2017 年 3 月末，公司长短期债务比为 0.52 倍，以长期债务为主的债务结构符合其行业特征。

图 5：2014～2017.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

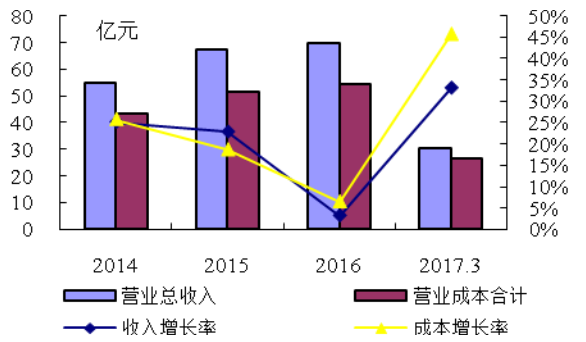
综合来看，公司自有资本实力持续增强，随着燃气管网等项目投资的加大，资产规模逐年增长，但整体负债水平仍较高，财务结构稳健性有待提升。

盈利能力

随着公司燃气管网达产并逐步投入使用，供气能力持续提升，推动业务收入稳步增长，2014~2016 年营业总收入分别为 55.03 亿元、67.65 亿元和 69.82 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.36 亿元，同比增长 33.27%。公司长输管网主干道基本

建设完毕，区域市场占有率已能获得很高保障，随着供气管网系统的逐步完善以及在政策刺激下燃气普及率的持续提升，公司未来业务发展前景向好。

图 6：2014~2017.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，受天然气和煤层气销售比重的调整以及居民用燃气和非居民用燃气销售比重的变动等因素影响，公司近三年营业毛利率存在一定的波动性，2014~2016 年营业毛利率分别为 21.39%、24.11%和 21.74%。2017 年 1~3 月，公司营业毛利率下降至 13.34%，主要源于购销价格的不对称压缩了一季度的获利空间。但每年二、三季度为用气量低峰期，目前公司通过将部分采购的居民用燃气对非居民客户销售，获利能力有所改善，中诚信证评将持续对公司未来获利能力的表现予以关注。

表 11：2014~2017.Q1 公司各板块营业毛利率情况

	2014	2015	2016	2017.1~3
燃气	20.39%	24.02%	20.95%	12.92%
其他	51.40%	24.79%	59.79%	53.06%
综合	21.39%	24.11%	21.74%	13.34%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来随着业务规模的扩大，公司期间费用也逐年提高。2014~2016 年，公司期间费用合计分别为 5.90 亿元、8.39 亿元和 9.92 亿元。公司期间费用以销售费用为主，销售人员工资、社保、折旧费（公司管网折旧计入销售费用科目，2016 年折旧费为 2.77 亿元，同比增加 5.32%，由于管网集中于 2016 年末转固，因此当年折旧规模增幅较小）以及安全管理费用的增加使得销售费用逐年增长；管理人员工资、福利待遇等支出的增加使得管理费用小幅增长；随着债务规模的扩大，利息支出增加使得财务费用逐年上涨。2016 年公司期间费用总额为 9.92 亿元，三费支出同比增加 18.29%，三费收入占比为 14.21%，较上年上升 1.81 个百分点。值得注意的是，公司 2016 年末管网转固规模较大，后期折旧的大幅增长将对盈利产生负面影响。总体来看，公司对期间费用的管理仍需提高。

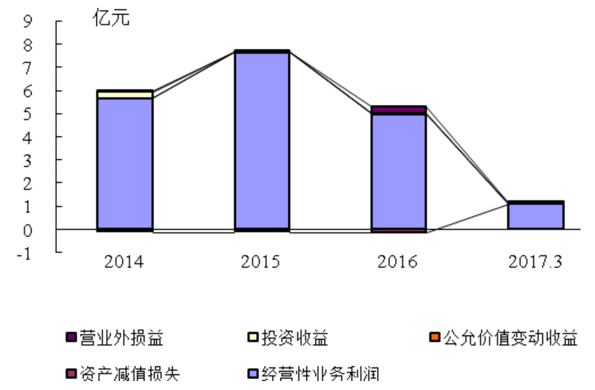
表 12：2014～2016 年公司三费分析

单位：亿元

	2014	2015	2016
销售费用	2.84	4.17	4.69
管理费用	1.13	1.28	1.73
财务费用	1.93	2.94	3.50
三费合计	5.90	8.39	9.92
营业总收入	55.03	67.65	69.82
三费收入占比	10.73%	12.40%	14.21%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

图 7：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2014~2016 年及 2017 年 1~3 月经营性业务利润分别为 5.65 亿元、7.67 亿元和 4.96 亿元。2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司利润总额分别为 5.86 亿元、7.58 亿元、5.17 亿元和 1.19 亿元；同期净利润分别为 4.43 亿元、5.55 亿元、3.67 亿元和 0.78 亿元；所有者权益收益率分别为 17.07%、14.62%、8.59%和 7.18%（近期所有者权益收益率经年化处理），盈利能力有所下降。

表 13：燃气行业上市公司 2016 年收入及盈利指标对比

公司	收入（亿元）	营业毛利率（%）	所有者权益收益率（%）
山西天然气	**69.82**	**21.74**	**8.59**
深圳燃气	85.09	25.46	9.79
陕天然气	72.11	12.40	9.30
长春燃气	13.01	40.94	3.61

资料来源：上市公司审计报告，中诚信证评整理

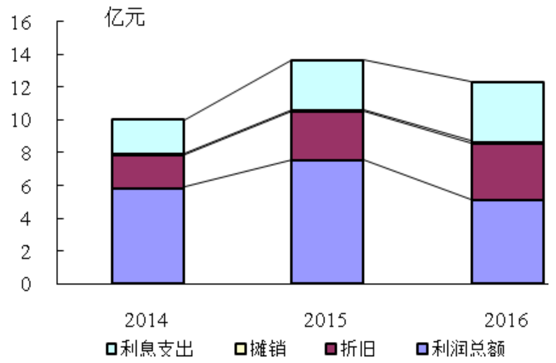
此外，公司尚有大规模输气管网已完工但未竣工决算，未来输气管网转固后利息支出将停止资本化，并开始计提折旧，公司营业成本和财务费用预期将有所增加，将对后期盈利水平产生一定影响。

总体来看，公司区域垄断优势突出，随着当地经济水平的发展，燃气消费自然增长的背景下，公司业务规模稳步提升。

偿债能力

从现金流情况来看，公司天然气主业获现能力较强，2014~2016 年及 2017 年 3 月末经营活动净现金流分别为 0.90 亿元、8.95 亿元、2.76 亿元和 2.87 亿元，同期经营活动净现金流/总债务分别为 0.01 倍、0.08 倍、0.02 倍和 0.07 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 0.16 倍、1.41 倍、0.41 倍和 2.97 倍。公司近年来项目投资较大，投资性现金流呈现净流出状态，2016 年投资活动净现金流为-28.56 亿元。2016 年公司成功发行两期公司债券，合计募集资金 10 亿元，当年筹资性现金流规模较大，为 23.95 亿元。

图 8：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从获现能力来看，折旧、利息支出和利润总额为公司 EBITDA 的主要构成。2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 10.02 亿元、13.69 亿元和 12.34 亿元。2016 年公司利息支出和折旧同比分别增长 19.50%和 14.48%，利润总额同比减少 31.87%，使得当年 EBITDA 有所减少。从公司 EBITDA 对债务本息保障程度来看，2014~2016 年末，公司总债务/EBITDA 指标分别为 9.61 倍、8.34 倍和 12.27 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 1.81 倍、2.15 倍和 1.82 倍。

表 14：2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	96.32	114.24	151.35	165.92
EBITDA（亿元）	10.02	13.69	12.34	-
经营活动净现金（亿元）	0.90	8.95	2.76	2.87
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.08	0.02	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	0.16	1.41	0.41	2.97
总债务/EBITDA（X）	9.61	8.34	12.27	-
EBITDA 利息保障系数（X）	1.81	2.15	1.82	-

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年 3 月 31 日，公司共获得各银行授信额度共计 154.37 亿元，尚可使用的授信额度为 47.31 亿元。

到期债务方面，2017 年 4~12 月、2018 年、2019 年和 2020 年，公司到期债务分别为 40.73 亿元、37.23 亿元、54.32 亿元和 20.91 亿元，债务偿还压力较大，中诚信证评将保持对公司还款情况的关注。

或有负债方面，截至 2017 年 3 月末，公司（母公司）对各级子公司担保总额为 37.16 亿元，合并口径对外担保 3.02 亿元。总体来看，公司对外担保规模较小，或有负债风险相对可控。

整体来看，公司区域垄断地位仍旧突出，且随着管网的逐步达产，规模效益明显，整体业务收入延续快速增长的趋势；但中诚信证评也关注到公司财务杠杆水平较高，未来资本支出将持续增加，财务结构稳健性仍有待提升。

结　论

综上，中诚信证评评定山西天然气有限公司主体信用级别为 **AA$^+$**，评级展望为稳定；评定“山西天然气有限公司公开发行 2017 年公司债券”信用级别为 **AA$^+$**。

关于山西天然气有限公司
公开发行2017年公司债券的跟踪评级安排

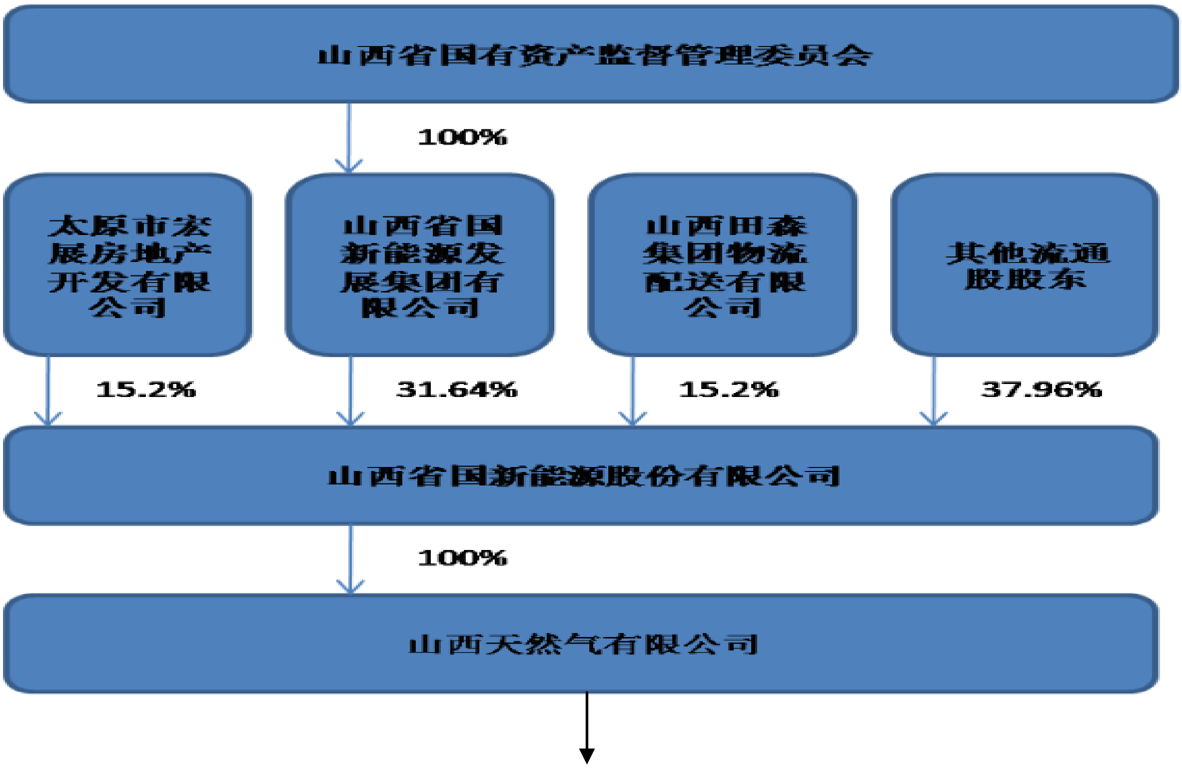
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

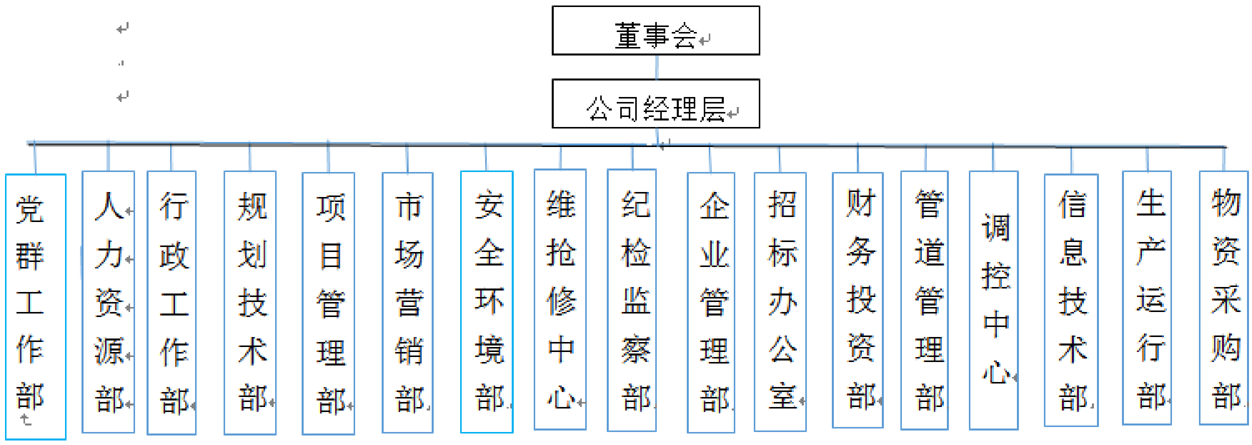
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：山西天然气有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月末）



序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	山西煤层气（天然气）集输有限公司	44,750	88.274
2	山西晋西南天然气有限责任公司	12,000	51
3	山西平遥液化天然气有限责任公司	10,000	51
4	忻州市燃气有限公司	3,622.3307	51
5	山西晋西北天然气有限责任公司	28,000	51
6	山西临县国新燃气有限公司	3,000	51
7	清徐县凯通天然气有限公司	3,000	70
8	晋中市中心城区洁源天然气有限公司	3,000	88.67
9	忻州五台山风景名胜区国新能源天然气有限公司	3,000	90
10	山西寿阳国新热电综合利用有限公司	10,000	51
11	上海国新能源贸易有限公司	1,000	51
12	灵石县通义天然气有限责任公司	3,000	41
13	山西国新天然气利用有限公司	50,000	100
14	北京旭日光大投资有限公司	1,500	100
15	山西众能天然气有限公司	5,000	50
16	山西中液互联能源有限公司	1,000	51
17	山西霍州国新液化天然气有限公司	10,000	100
18	山西国新城市燃气有限公司	15,000	100
19	山西国新电力销售有限公司	2,100	100
20	山西国新交通服务有限公司	3,000	100
21	山西国际电力天然气有限公司	6,000	100

附二：山西天然气有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月末）



附三：山西天然气有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	140,905.35	220,649.89	215,455.05	269,169.77
应收账款净额	34,785.87	35,075.96	59,051.94	72,552.34
存货净额	4,799.50	6,218.06	8,188.77	9,585.19
流动资产	249,999.11	318,519.21	378,040.26	475,140.94
长期投资	77,517.03	78,206.49	941,147.86	1,093,908.56
固定资产合计	1,019,972.32	1,245,121.36	1,484,211.27	1,567,213.84
总资产	1,419,470.59	1,726,145.17	2,146,295.87	2,338,903.50
短期债务	319,361.17	320,716.62	572,364.71	565,337.14
长期债务	643,845.93	812,708.90	941,147.86	1,093,908.56
总债务	963,207.10	1,142,425.52	1,513,512.57	1,659,245.71
总负债	1,159,825.28	1,346,992.92	1,719,331.00	1,903,395.05
所有者权益（含少数股东权益）	259,645.31	379,152.25	426,964.87	435,508.45
营业总收入	550,286.08	676,519.79	698,208.78	303,551.20
三费前利润	115,573.69	160,617.76	148,828.12	39,894.60
投资收益	2,871.04	39.34	124.29	32.13
净利润	44,313.06	55,450.48	36,685.28	7,819.06
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	100,238.71	136,927.40	123,390.50	-
经营活动产生现金净流量	8,951.35	89,517.20	27,630.46	28,730.32
投资活动产生现金净流量	-209,088.42	-199,300.44	-285,596.87	-73,693.16
筹资活动产生现金净流量	215,707.09	185,816.67	239,479.75	86,177.50
现金及现金等价物净增加额	15,570.02	76,033.43	-18,486.67	41,214.66
财务指标	**2014**	**2015**	**2016**	**2017.Q1**
营业毛利率（%）	21.39	24.11	21.74	13.34
所有者权益收益率（%）	17.07	14.62	8.59	7.18
EBITDA/营业总收入（%）	18.22	20.24	17.67	-
速动比率（X）	0.49	0.61	0.49	0.59
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.08	0.02	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	0.28	0.05	0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	0.16	1.41	0.41	2.97
EBITDA 利息倍数（X）	1.81	2.15	1.82	-
总债务/EBITDA（X）	9.61	8.34	12.27	-
资产负债率（%）	81.71	78.03	80.11	81.38
总资本化比率（%）	78.77	75.08	78.00	79.21
长期资本化比率（%）	71.26	68.43	68.79	71.52

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、公司长期应付款系融资租赁款，中诚信证评进行相关债务指标计算时将其纳入长期债务；

3、公司 2017 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物＝货币资金+交易性金融资产+应收票据
长期投资＝可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
固定资产合计＝投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产
短期债务＝短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
长期债务＝长期借款+应付债券
总债务＝长期债务+短期债务
净债务＝总债务-货币资金
三费前利润＝营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加
EBIT（息税前盈余）＝利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）＝EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
资本支出＝购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额
营业毛利率＝（营业收入-营业成本）/营业收入
EBIT 率＝EBIT/营业总收入
三费收入比＝（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入
所有者权益收益率＝净利润/所有者权益
流动比率＝流动资产/流动负债
速动比率＝（流动资产-存货）/流动负债
存货周转率＝主营业务成本（营业成本）/存货平均余额
应收账款周转率＝主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额
资产负债率＝负债总额/资产总额
总资本化比率＝总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））
长期资本化比率＝长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））
EBITDA 利息倍数＝EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。